



Aktuelle Entwicklungen der Regulierung des „Grauen Kapitalmarktes“

Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes

Referentenentwurf der Bundesregierung vom 28.07.2014,
abrufbar auf der Homepage des Bundesministeriums der
Finanzen, bitte klicken Sie [hier](#).

Darstellung der wesentlichen Änderungen und deren
Auswirkungen auf die Praxis von
Rechtsanwalt und Notar Dr. Udo A. Zietsch und
Rechtsassessor Sadek Helfen

avocado rechtsanwälte
schillerstraße 20
60313 frankfurt
t +49 69 9133010
f +49 69 91330119
frankfurt@avocado.de
www.avocado.de



Ausgangslage

Nachdem in Deutschland auch zahlreiche Kleinanleger im Zuge der Finanzkrise einen Großteil ihrer Vermögensanlagen eingebüßt haben, ist der Gesetzgeber verstärkt darauf bedacht, den (Klein-)Anlegerschutz auszuweiten und auf weite Teile des „Grauen Kapitalmarktes“ auszudehnen. Hiermit ist die Absicht verbunden, Teile des bisher (noch) nicht regulierten Kapitalmarktes den bestehenden Regelungen ganz oder teilweise zu unterwerfen, um so ein erhöhtes Verbraucherschutzniveau zu erreichen. Insbesondere nachdem es jüngst zur öffentlichkeitswirksamen Insolvenz der Prokon GmbH kam, verstärkt der Gesetzgeber seine Bemühungen auf diesem Gebiet.

Bereits vor einigen Jahren hat der Gesetzgeber das Kapitalmarktrecht umfassend reformiert, indem das Vermögensanlagengesetz und das Kapitalanlagegesetzbuch verabschiedet worden sind. Nach Inkrafttreten dieser Änderungen unterfallen dem nicht regulierten „Grauen Kapitalmarkt“ lediglich noch solche Finanzprodukte, die weder als Wertpapiere, Vermögensanlagen oder Investmentvermögen zu qualifizieren sind. Um die noch bestehenden Regelungslücken zu schließen, wurde seitens der Bundesregierung hinsichtlich des geplanten Kleinanlegerschutzgesetzes am 22.05.2014 erneut ein Maßnahmenpaket beschlossen. Zur Umsetzung desselben wurde am 28.07.2014 durch das Bundesfinanz- und Bundesjustizministerium ein erster Entwurf für ein Kleinanlegerschutzgesetz veröffentlicht, wobei mit einer endgültigen Verabschiedung des Gesetzes im Jahr 2015 zu rechnen ist.

Wesentliche Änderungen

Der Gesetzesentwurf sieht im Wesentlichen eine Änderung des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG-E) und damit einhergehend eine Verschärfung der dort geregelten Transparenzpflichten vor. Dies wird damit begründet, dass es in der Vergangenheit nur aufgrund einer Mischung aus Werbung, geschickter Vermarktung und unzureichender Bereitstellung von Informationen seitens der Emittenten zu einem übermäßigen Vertrauen der Anleger in die Sicherheit risikoreicher Vermögensanlagen gekommen sei. Um in Zukunft zu verhindern, dass



Aktuelle Entwicklungen der Regulierung des „Grauen Kapitalmarktes“

Erweiterte Zuständigkeit der BaFin

Kleinanleger mutmaßlich unbedarft in risikoreiche Anlagen investieren, solle der Anwendungsbereich des Vermögensanlagegesetzes erweitert und die bereits bestehende Prospektspflicht in mehrfacher Hinsicht verschärft werden. Ferner solle die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zusätzliche Befugnisse erhalten, um die Einhaltung der Pflichten des Emittenten zu überwachen und gegebenenfalls Bußgeldverfahren einzuleiten.

In diesem Zusammenhang ist hervorzuheben, dass die BaFin mit der beabsichtigten Einfügung eines § 4 Abs. 1 a in das Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG) ausdrücklich verpflichtet werden soll, auch zum Schutz kollektiver Verbraucherinteressen tätig zu werden und in diesem Zusammenhang die Möglichkeit erhalten soll, Maßnahmen zur Verhinderung oder Beseitigung verbraucherschutzrelevanter Missstände zu treffen. Der Aufgabenbereich der BaFin wird damit grundlegend erweitert, weil die BaFin nunmehr in allen Aufsichtsbereichen die Einhaltung von verbraucherschützenden Vorschriften überwachen können soll. Voraussetzung für einen Missstand soll dabei ein erheblicher, dauerhafter oder wiederholter Verstoß gegen verbraucherschützende Rechtsvorschriften sein, der über den Einzelfall hinausgeht und eine generelle Klärung geboten erscheinen lässt. Ein solcher Verstoß soll insbesondere vorliegen, wenn ein Institut oder Unternehmen eine einschlägige Entscheidung des Bundesgerichtshofes zur Anwendung einer zivilrechtlichen Norm mit verbraucherschützender Wirkung nicht beachtet.

Hervorzuheben ist insoweit jedoch auch, dass die BaFin auch weiterhin (unverändert) gemäß § 4 Abs. 4 FinDAG ausschließlich im öffentlichen Interesse – also zum Schutz der Verbraucher in ihrer Gesamtheit – tätig werden soll. Ein gerichtlich durchsetzbarer Anspruch eines Verbrauchers auf ein Tätigwerden der BaFin wird somit auch durch die Neuregelung nicht geschaffen.



Aktuelle Entwicklungen der Regulierung des „Grauen Kapitalmarktes“

Erweiterung des Anwendungsbereiches des Begriffes der „Vermögensanlage“

Die Änderungen im Vermögensanlagengesetz setzen zunächst beim Begriff der Vermögensanlage selbst an. So wird die Begriffsdefinition in § 1 Abs. 2 VermAnlG-E deutlich erweitert, indem nicht nur ausdrücklich partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen erfasst werden, sondern mit § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG-E auch ein umfassender Auffangtatbestand geschaffen wird. Von diesem sollen sämtliche, den anderen genannten Fällen wirtschaftlich vergleichbare Vermögensanlagen umfasst werden, sofern sie nicht als Einlagengeschäft im Sinne des Kreditwesengesetzes (KWG) anzusehen sind.

Damit sollen bereits bestehende Umgehungsstrukturen beseitigt und eine klare Zuordnung der entsprechenden Geschäfte zum Kreditwesengesetz oder zum Vermögensanlagengesetz ermöglicht werden. Entsprechend wird es zu einem weitgehenden Wegfall von unregulierten (also „grauen“) Finanzprodukten kommen.

Einschränkung der Flexibilität der Ausgestaltung der Vermögensanlagen

Neben dem erweiterten Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes wird die Flexibilität bei der Ausgestaltung von Vermögensanlagen nach § 5 a VermAnlG-E deutlich eingeschränkt. Denn hiernach ist eine zwingende Mindestlaufzeit von 24 Monaten für Vermögensanlagen vorgesehen. Eine Kündigung durch den Anleger ist daneben nur mit einer Frist von zwölf Monaten möglich. Das soll einerseits dem Unternehmer eine stabile Finanzierungsgrundlage von gewisser Dauer gewähren und andererseits dem Anleger verdeutlichen, dass es sich bei seiner Anlage um eine unternehmerische Investition handelt, auf die kein ständiger Zugriff seinerseits besteht. Daneben sieht § 5 b VermAnlG-E ein generelles Verbot für Vermögensanlagen mit Nachschusspflicht vor, um Anleger vor einer entsprechend risikoreichen Investition zu schützen.

Verschärfung der Transparenz- und Mitteilungspflichten

Die zentralen Änderungen der Gesetzesreform betreffen jedoch die Transparenz- und Mitteilungspflichten. Bereits aufgrund der derzeitigen Fassung des Gesetzes ist der Emittent einer Vermögensanlage im Sinne der §§ 1, 2 VermAnlG verpflichtet, einen Verkaufsprospekt zu erstellen (siehe § 6 VermAnlG) und dem Anleger ein Vermögensanlagen-Informationsblatt zu übergeben (siehe § 13 VermAnlG).



Insoweit verschärft der neu gefasste § 13 VermAnlG-E zunächst die Anforderungen an das Informationsblatt, weil nunmehr der Emittent verpflichtet sein soll, dort den Hinweis zu erteilen, dass er keine Anlageberatung erbringt, wenn er die Vermögensanlage im Wege des Eigenvertriebes anbietet. Ferner hat er in das Informationsblatt das Datum der letzten Aktualisierung desselben und hervorgehoben den folgenden allgemeinen Hinweis aufzunehmen:

„Der Erwerb einer Vermögensanlage ist mit nicht unerheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlustes.“

Der Anleger hat schließlich durch seine Unterschrift zu bestätigen, dass er von dem Informationsblatt und dessen Inhalt Kenntnis erlangt hat. Wurde das Informationsblatt dem Anleger nicht zur Verfügung gestellt, nicht von ihm unterschrieben oder fehlt der allgemeine Hinweis zum Risiko der Vermögensanlage, ist der Anleger zur vollständigen Rückabwicklung seiner Vermögensanlage gemäß § 22 Abs. 4 a VermAnlG-E berechtigt.

Daneben ist durch die Regelung in § 7 Abs. 3 Nr. 2 a VermAnlG-E vorgesehen, dass der Verkaufsprospekt nunmehr Informationen über den zu erreichenden Zielmarkt zu enthalten hat. Dabei sind Angaben zu möglichen Verlusten bei einer Beteiligung und zum Anlagehorizont des Anlegers zu machen, auf den die Anlage abzielt. Denn der Emittent soll bereits im Rahmen der Entwicklung der Vermögensanlage festlegen, auf welchen Anlegerkreis diese abzielen soll und dies deutlich gegenüber dem Anlegerpublikum kommunizieren („Product-Governance“). Dem Anleger soll es anhand dieser Informationen im Prospekt ermöglicht werden zu beurteilen, ob die Vermögensanlage seinen Anlagezielen entspricht und er bereit ist, die sich ergebenden Risiken zu tragen. Hierdurch werden bereits die Vorgaben aus Art. 16 und Art. 24 der MiFID-II-Richtlinie der Europäischen Union umgesetzt. Zur Schaffung eines einheitlichen Maßstabs bei der Umsetzung des Rechts der Europäischen Union wird auch im WpHG, konkret in § 33 Abs. 3 b WpHG-E, eine vergleichbare Vorschrift für Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufgenommen.



Aktuelle Entwicklungen der Regulierung des „Grauen Kapitalmarktes“

Eine weitere Neuerung sieht § 8 a VermAnlG-E vor, wonach der Prospekt nach zwölf Monaten automatisch seine Gültigkeit verliert. Damit ist die Vorschrift der bereits bestehenden Regelung in § 13 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) nachgebildet. Hiermit soll die Aktualität der Angaben im Prospekt gewahrt und eine verbesserte Kontrolle der Emittenten auf dem „Grauen Kapitalmarkt“ durch die BaFin erreicht werden. Aus der Vorschrift folgt ferner, dass der Prospekt auch dann ungültig wird, wenn der Emittent einen nach § 11 VermAnlG-E erforderlichen Nachtrag unterlässt. Nach Auffassung des Gesetzgebers ist ein solches Vorgehen erforderlich, da Anbieter von Vermögensanlagen ihrer Nachtragspflicht in der Vergangenheit nur unzureichend nachgekommen sind. Der Emittent ist somit angehalten, regelmäßige Nachträge in seinen Prospekt einzuarbeiten, sowie eine jährliche Neuveröffentlichung vorzunehmen, um gegebenenfalls die Untersagung des öffentlichen Angebotes nach § 18 Abs. 1 Nr. 4 VermAnlG-E oder die Verhängung eines Bußgelds nach § 29 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG zu verhindern. Wichtig ist hierbei, dass Nachträge nicht einzeln nachgereicht werden können, sondern in den bestehenden Text des Prospektes einzuarbeiten sind, sodass ein vollständig lesbarer Text entsteht. Der Anleger soll nicht wie bisher mit einer Vielzahl von Dokumenten, sondern lediglich mit einem einzelnen Dokument konfrontiert werden, wobei die Änderungen durch Hervorhebungen kenntlich zu machen sind. Neben der Veröffentlichung im Bundesanzeiger ist der aktualisierte Prospekt sodann gemäß § 9 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 VermAnlG-E auch auf der Homepage des Emittenten selbst zu veröffentlichen, sofern eine solche besteht.

Zur Durchsetzung dieser zusätzlichen Prospektierungspflichten werden die Prüfungs Kompetenzen der BaFin durch § 8 Abs. 1 Satz 3 VermAnlG-E ausdrücklich erweitert. Diese prüft nicht mehr nur die Kohärenz und Verständlichkeit des Prospektes, sondern nunmehr auch die Widerspruchsfreiheit desselben im Bezug auf die Darstellung der Funktionsfähigkeit des Geschäftsmodells über einen längeren Zeitraum. Der Gesetzgeber geht insoweit davon aus, dass gerade die Angaben des Emittenten zur Ertragslage, zu den Geschäftsaussichten sowie zu den bestehenden Verpflichtungen zur Zinszahlung gegenüber Dritten, für den Anleger entscheidend bei der Beurteilung sind, ob die Vermögensanlage über den gesamten Anlagezeitraum Erfolg haben wird.



Aktuelle Entwicklungen der Regulierung des „Grauen Kapitalmarktes“

August
2014

Ausnahme für „Crowd-sourcing“

Hervorzuheben ist auch eine weitere, neu eingefügte Ausnahme vom Anwendungsbereich des Gesetzes gemäß § 2 Abs. 2 VermAnlG-E für solche Vermögensanlagen, bei denen der einzuwerbende Gesamtbetrag eine Million Euro nicht übersteigt und ein einzelner Anleger lediglich Anteile im Gesamtwert von nicht mehr als 10.000 Euro erwerben kann. Dahinter verbirgt sich das gesetzgeberische Ziel, neue (in der Regel über Internet-Dienstleistungsplattformen) vertriebene und beworbene Finanzierungsformen – insbesondere das „Crowd-sourcing“ – von den Anforderungen zur Erstellung eines Prospektes auszunehmen. Damit soll die Möglichkeit zur Finanzierung von Existenzgründungen zumindest nicht zusätzlich durch eine Prospektspflicht erschwert werden. Allerdings müssen auch solche Emittenten zumindest ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) im Sinne des § 13 VermAnlG erstellen und dem Anleger zur Unterschrift aushändigen.

Diese Pflicht soll nur entfallen, wenn die Anleger lediglich Anteile im Gesamtwert von bis zu 250 Euro erwerben können, weil Kleinstanlegern der Aufwand des Unterschreibens und der Rücksendung des Informationsblattes erspart bleiben soll. In allen anderen Fällen würde jedoch bei den Crowdsourcing-Plattformen hierdurch ein nicht zu unterschätzender Verwaltungsaufwand entstehen, weil bereits die Erstellung und Zusendung eines Informationsblattes mit erheblichen Kosten verbunden sein kann, insbesondere wenn die potenziellen Investoren aus verschiedenen ausländischen Staaten kommen. Jedenfalls dürfte zu erwarten sein, dass die Online-Finanzierung über eine deutsche Crowdsourcing-Plattform hierdurch umständlicher wird. Darüber hinaus ist zusätzlich erforderlich, dass der Vertrieb entsprechender Vermögensanlagen über Anbieter erfolgt, die selbst der Aufsicht nach der Gewerbeordnung, dem KWG oder dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) unterliegen.

In diesem Zusammenhang ist auch zu beachten, dass – zumindest nach dem bisherigen Gesetzesentwurf – eine „Kombination“ des vorstehend genannten Befreiungstatbestandes gemäß § 2 Abs. 2 VermAnlG-E mit dem bereits bestehenden Befreiungstatbestand gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG nicht möglich sein soll, um eine Umgehung der gesetzlichen Vorschriften durch Aufspaltung des Gesamtemissionsbetrages auf mehrere Einzelemissionen zu



verhindern und auf diese Weise die Grenze von 10.000 Euro nicht unterlaufen zu lassen. Darüber hinaus hat der Gesetzgeber gemäß § 2 Abs. 3 VermAnIG-E und § 13 Abs. 3 a VermAnIG-E vorgesehen, dass die Emittenten auf das Fehlen der Prospektpflicht hinweisen müssen, um größtmögliche Transparenz für den Anleger zu schaffen.

Aufgrund des Umstandes, dass das Marktsegment des Crowdsourcing äußerst dynamisch ist und damit ständigen Veränderungen – insbesondere auch im Hinblick auf die abzuwartende Entwicklung auf europäischer Ebene – unterliegt, beabsichtigt der Gesetzgeber, die Wirksamkeit der Regelung zunächst bis Ende des Jahres 2016 zu befristen, anschließend zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen.

Regelung der Werbung mit Vermögensanlagen

Eine weitere entscheidende Änderung stellt § 12 VermAnIG-E dar, der die Werbung mit Vermögensanlagen regelt. Hierdurch wird die Möglichkeit zur Werbung mit Vermögensanlagen deutlich eingeschränkt, weil der Gesetzgeber – wie bereits vorstehen ausgeführt wurde – davon ausgeht, dass gerade die geschickte Vermarktung von und die Werbung mit Vermögensanlagen dazu führt, dass Anleger mutmaßlich unbewusst risikoreiche Vermögensanlagen abschließen.

Die Werbung mit Vermögensanlagen soll daher grundsätzlich nur in solchen Medien zulässig sein, deren Schwerpunkt zumindest auch auf der Darstellung wirtschaftlicher Sachverhalte liegt. Damit sollen Personen erreicht werden, die eine gewisse Bereitschaft zur Aufnahme wirtschaftsbezogener Sachinformationen aufweisen und deshalb potenziell geneigt sind, sich vor dem Abschluss einer Vermögensanlage auch anhand anderer Quellen, wie dem Verkaufsprospekt, zu informieren. Die Werbung mit Vermögensanlagen im öffentlichen Raum soll dagegen vollständig unterbunden werden. Insbesondere die unbestellte Versendung von Flyern oder die Bannerwerbung im Internet auf Websites ohne Bezug zu wirtschaftlichen Fachinformationen soll hiermit ausgeschlossen werden.

Zusätzlich muss jede Form der Werbung im Sinne des § 12 VermAnIG-E denselben hervorgehobenen Hinweis auf das Verlustrisiko enthalten, der auch für das Informationsblatt vorgesehen ist.



Die Vorschriften über die Unzulässigkeit der Werbung mit Vermögensanlagen werden durch § 16 VermAnlG-E ergänzt, wonach der BaFin die Möglichkeit eingeräumt wird, Emittenten bestimmte Arten der Werbung zu untersagen. Das gilt insbesondere bei einem Verstoß gegen die einzelnen Voraussetzungen des § 12 VermAnlG-E. Daneben kommt eine Untersagung nach § 16 Abs. 1 Nr. 5 VermAnlG-E in Betracht, wenn in irreführender Weise mit mittelbarer oder unmittelbarer finanzieller Unterstützung durch Dritte (staatliche Subventionen oder Zuschüsse) geworben wird und hierdurch beim Anleger der Eindruck erweckt wird, dass diesem stabile und dauerhafte Erträge zufließen, obwohl dies tatsächlich nicht der Fall ist.

Desweiteren wird durch die Regelung in § 24 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG-E die Pflicht zur Erstellung einer Kapitalflussrechnung für alle Emittenten eingeführt, auch wenn es sich nicht um Kapitalgesellschaften nach § 264 d HGB handelt, jedenfalls solange wie der Emittent nicht als „klein“ im Sinne des § 267 HGB gilt. Zur Einhaltung der Rechnungslegungspflichten wird der BaFin gemäß § 24 Abs. 5 bis 8 VermAnlG-E ein Recht zur Sonderprüfung eingeräumt, vergleichbar mit dem Recht zur Prüfung von Banken und Wertpapierdienstleistungsunternehmen, wobei die tatsächliche Prüfung in der Regel durch Wirtschaftsprüfungsunternehmen durchzuführen sein wird. Die aktienrechtliche Sonderprüfung und aktienrechtliche Nichtigkeitsklagen bleiben hiervon unberührt und gehen im Kollisionsfall einer Prüfung nach § 24 VermAnlG-E vor.

Nach § 26 VermAnlG-E wird ferner die Offenlegungspflicht im Bezug auf die Jahresberichte in Vereinheitlichung mit der Offenlegungspflicht nach dem HGB auf sechs Monate festgesetzt.

Schließlich soll eine erhöhte Transparenz auch dadurch erreicht werden, dass sofort vollziehbare Maßnahmen der BaFin gemäß § 26 b VermAnlG-E im Grundsatz unmittelbar von dieser veröffentlicht werden, da bei einer Interessensabwägung nach Ansicht des Gesetzgebers in der Regel das Interesse des Publikums an umfassender Information über die eingeleiteten Maßnahmen das Recht auf informationelle Selbstbestimmung des Emittenten



Aktuelle Entwicklungen der Regulierung des „Grauen Kapitalmarktes“

überwiegt. Das gilt nach § 26 c VermAnlG-E auch für rechtskräftige Bußgeldentscheidungen der BaFin. In den gemäß § 26 b Abs. 2 VermAnlG-E besonders vorgesehenen Fällen kann eine öffentliche Bekanntmachung bezüglich eines Emittenten sogar bereits dann erfolgen, wenn lediglich tatsächliche Anhaltspunkte für einen Verstoß bestehen, ohne dass eine Maßnahme der BaFin ergangen ist.

Zur effektiven Durchsetzung der genannten Maßnahmen sind neue Bußgeldtatbestände geschaffen und der Ordnungsgeldrahmen durch einen Verweis auf § 335 HGB indirekt deutlich erhöht worden, weil die (neue) Regelung in § 335 HGB-E einen neuen Höchstbetrag von 250.000 Euro statt vormals 25.000 Euro vorsehen soll. Auf eine Kapitalmarktorientierung des Unternehmens im Sinne des § 264 d HGB kommt es, anders als für § 335 HGB grundsätzlich erforderlich, im Bereich des Vermögensanlagegesetzes nicht an.

Resümee

Zusammenfassend kann abschließend festgehalten werden, dass es durch das Kleinanlegerschutzgesetz nunmehr für Unternehmen, die am bisher (noch) unregulierten grauen Kapitalmarkt Investitionskapital für sich selbst oder als Finanzierungsplattform auch im Bereich des Crowdsourcing für die Finanzierung von Existenzgründern einwerben wollen, aufgrund der erforderlichen organisatorischen Maßnahmen zur Umsetzung der (neuen) regulatorischen Anforderungen deutlich aufwändiger und damit wirtschaftlich betrachtet schwieriger werden dürfte.

Sicher dürfte jedenfalls sein, dass die mit dem Kleinanlegerschutzgesetz verbundenen neuen regulatorischen Anforderungen kaum dazu führen werden, der derzeit in Deutschland aufkeimenden Gründerszene das erforderliche Investitionskapital leichter zugänglich zu machen. Dies gilt zumindest für den Fall, dass das Kleinanlegerschutzgesetz unverändert in der aktuellen Entwurfsfassung tatsächlich in Kraft tritt.



Aktuelle Entwicklungen der Regulierung des „Grauen Kapitalmarktes“

Impressum

avocado rechtsanwälte

schillerstraße 20

60313 **frankfurt**

t +49 69 9133010

f +49 69 91330119

frankfurt@avocado.de

www.avocado.de

www.brak.de

ust-id-nr. de 814 17 29 76

steuer nr. 13/225/62722

fa berlin-charlottenburg

avocado rechtsanwälte ist eine eingetragene dienstleistungsmarke der berger, figgen, gerhold, kaminski, voß rechtsanwälte part mbb.

die partnerschaft sowie deren partner sind im partnerschaftsregister des amtsgerichts berlin-charlottenburg unter pr 331 b eingetragen. salary partner, counsel, of counsel und associates sind nicht partner der partnerschaftsgesellschaft.

Verantwortlich für den Inhalt des Newsletters sind:

Dr. Udo A. Zietsch